



您的位置：首页 - 文章选登

REITs与商业地产渐行渐近(邹毅；10月22日)

文章作者：邹毅

近段时间，REITs一词似乎成了房地产业内众人谈论的焦点，而让从事商业地产的人士更为兴奋的是他们得知了两个鼓舞人心的消息：其一，银监会有关人士公开指出，“对于境外REITs投资本地物业或境内开发商打包物业将REITs到其他地区上市，银监会并不干涉”；其二，“打通内地REITs融资渠道”的建议已被明确写入商务部递交至国务院的全国商业地产调查报告中。

商业地产和REITs的第一次亲密接触似乎就在眼前。那么，海外REITs和内地开发商的实际行动在告诉我们什么呢？他们的投资逻辑和价值取向如何？我们不妨作一番分析和猜想。

海外REITs进入中国内地的运营模式

从现有商业地产市场发展的现状来看，海外REITs进入内地进行实际操作的模式主要通过以下两种方式：

(一) 投资参与开发---->培养成熟商业---->商业物业打包上市

我们认为，在这种运营模式下，海外REITs参与开发的根本动力可能源自对商业地产完整性的追求。这种完整性包括两个方面：其一，产权的完整性；其二，经营的完整性。两方面的完整性将为以后的成熟商业培养打下伏笔。此外，海外REITs参与内地商业地产的开发，也意味着他们对内地商业市场的长期看好。毕竟，成熟商业的培养过程需要花费一定的时日。

(二) 收购内地成熟商业物业---->物业组合打包上市

在这种运营模式下，对海外REITs而言，最大的挑战来自对内地商业地产的了解程度和自身组合商用物业的能力。但使用这种模式可以为海外REITs赢得宝贵的时间，因为他们无需经历时间较长的商业培育期。对于内地开发商而言，海外REITs采取的直接收购模式将是他们最可能存在的退出机会。

海外REITs在中国内地的运营方式归根结底是为塑造一个“租金稳定、产权清晰”的商业地产类型，其核心价值取向在于控制商业地产具备稳定的现金流入，使之符合资产证券化的一般要求，提供可以预期的投资回报，从而引发境外投资者的兴趣。

内地固有商业物业的打包上市

随着海外REITs在内地的实际运作和业内人士的激烈讨论，REITs已经成为内地开发商们念念不忘的一词，他们的实际行动也证明了这一点。

我们认为，内地的商业地产开发商选择旗下物业进行海外上市的目标当中，解决现时的融资困境是首当其冲的。其中，大连万达的商业地产目标是到2010年，建设50个以上的购物中心。这个战略目标需要资金的支撑，如果将旗下物业以REITs形式打包上市，将在很大程度上缓解融资问题。与此类似还有北辰实业，北辰实业的奥运项目需要大量的资金，融资困境是其面临的主要问题。当然以REITs形式上市旗下物业只是它融资手段的一种，其他还包括A股上市、发行债券等。

因此，比较而言，内地REITs呼声四起的根源在于投融资渠道的缺乏，而海外REITs进入内地操作则是看中了中国内地商业地产发展的潜力，为海外投资者提供更多的投资选择。我们认为，境内外对于REITs的理解尚未站在同一层面上。当然，这并不妨碍REITs概念在内地的传播与发展。相反，我们认为，境内外两个方面的需求将有力促进REITs在内地的发展。

投资逻辑猜想

海外REITs进入内地以及内地物业的海外上市趋势，已经显露出冰山一角。那么他们在商业地产的投资方向上将呈现何种逻辑？我们将在地域和品种两个方面作一个简单的分析和猜想。

1、商业地产投资地域选择

商业地产的核心价值在于商业价值的提升带动地产价值的提升，因此商业地产投资地域的选择因素中，商业因素至关重要。在确定一个城市的商业繁华地段时，“麦当劳”和“肯德基”的分店数量，是一个重要的参考指标。根据这一逻辑，国际零售商的SHOPPING CENTER效应也能成立。也就是说，我们在判断一个城市的商业价值时，SHOPPING CENTER数量是可以借鉴的指标。因为SHOPPING CENTER在选址的时候，会充分考虑到相应的商业因素和消费能力。按照这个方法，我们选取家乐福和沃尔玛两家国际零售巨头在中国内地的扩张情况的统计资料。可以发现，除了京津沪之外，东北、华南、西南等省会城市是重要的扩张点。因此，仅从商业价值角度出发，这些城市的商业地产发展具备了一定的投资基础。

从对十个城市的社会消费品零售总额、可支配收入以及人口情况进行分析的结果来看，上海、广州属于第一档次，北京、深圳属第二档次，天津、大连、沈阳、武汉、成都属第三档次，昆明则属第四档次。

在第一档次中，城市的居民可支配收入较高，人均消费品零售总额较高，说明城市的消费意愿较高，同时从比重来看，上海、广州这两个城市社会消费品零售总额占全国的比重均超过3%，商业优势比较突出；而处于第二档次的城市虽然拥有较高的居民可支配收入，但是零售总额比重与人均零售商品总额的表现处于中上水平。当然，深圳和北京的情况存在一定差别。我们认为，深圳主要受到人口规模(约600万)的限制，零售商品总额处于一个相对饱和状态，商业潜力开发较为充分；北京的商品零售总额比例相对其人口比例而言，仍存在一定的潜力；第三档次的城市具备较高的消费意愿，但人均社会消费品零售总额受到居民可支配收入的制约，因此，随着经济增长，这些城市

的商业潜力也较大；第四档次的城市具备一定的消费意愿，但同时受到人口规模和居民可支配收入的制约，它的前景在我们看来仍然不是非常明显。

因此，对于海外REITs而言，直接收购的物业可能会集中在第一、二档次的城市及相关区域，而投资开发的商业物业则可能会出现在第二档次的北京和第三档次的城市及相关区域。

对于内地商业地产开发商而言，应该抢占制高点(第一档次城市及相关区域)，提升现有商业地产的价值，逐步走向成熟。同时，在具备开发能力的前提下，不应该忽视潜力城市以及相关区域(北京和第三档次城市)的商业地产开发。

## 2、REITs的投资品种选择

根据境外的发展经验，REITs一般选择的对象是具有稳定现金流收入的购物中心、办公楼等物业。以美国为例，在REITs的投资方向中，工业/办公、零售市场的投资占了半壁江山，而在这两种投资类型中，办公楼、购物中心以及区域性MALL占了80%左右。商业地产对于REITs投资的吸引力可见一斑。

而从亚洲的REITs发展过程来看，日本、韩国、新加坡、我国台湾地区的REITs上市物业中以商场、写字楼为主，而近来物流地产也受到相当的关注。

因此，谋求进入内地的海外REITs，无论是自身参与开发还是直接购买成熟物业，选择其比较熟悉的办公楼、商场和购物中心等品种，是完全合乎情理的。

综合投资地域和投资品种两个角度，我们认为，以上海、广州、北京、深圳为代表的城市及相关区域，海外REITs将以直接收购为主，收购物业将以写字楼、商场(或购物中心)为主，因为这些城市两种类型商业地产的经营在内地相对成熟，容易形成较为稳定的租金流入，当然，作为被收购的对象还必须具备产权清晰的特点，为海外REITs规避政策风险和法律风险提供一定的保障。

此外，在前面述及的第三档城市中，商场、购物中心的投资开发也可能成为海外REITs曲线进入的一种方式，因为这些区域有一定的需求支撑，同时REITs参与开发，一方面为其提供了一个熟悉内地情况的时间缓冲期，另一方面也便于塑造完整的产权和运营方式，为商业物业的整合打包上市提供较好的资产基础。

名词解释:REITs是房地产信托投资基金的简称，是国际上重要的房地产投融资方式。REITs通过发行收益凭证汇集众多投资者的资金，购买房地产项目，并由专门投资机构经营管理，将投资综合收益按比例分配给投资者。

REITs不仅能改变开发商单纯依赖银行贷款的现状，也能给居民投资房地产提供更好的途径，和现在的房地产投资相比，REITs独具魅力。

文章出处：《上海证券报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所